Occasional Paper Series
06-02

2006년 미국경제/세계경제와 금융시장 전망

U.S. and Global Economy and Financial Market Prospects: Picking Up Steam

Allen Sinai

June 2006

세계경제연구원 · 한국무역협회
Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

필자 약력

Allen Sinai

- 現 미국 Decision Economics社 CEO 겸 수석 글로벌이코노미스트.
- Michigan대 卒, Northwestern대 경제학 박사.
- Data Resources, Inc.(DRI) 수석 금융이코노미스트 겸 부사장, Lehman Brothers社 수석 글로벌이코노미스트 등을 역임한 세계적인 경기예측가로서, 백악관 및 미국 행정부 최고위층의 지근에서 경제자문으로 하는 것으로 널리 알려져 있음. MIT, New York대, Boston대, Northwetern대에서 교수로도 활동중임.

2006년 미국경제/세계경제와 금융시장 전망*

Allen Sinai

2006년 세계경제

현재 미국경제와 세계경제는 아주 좋아보인다. 본인은 오늘, 몇 년 전부터 시작된 주기상의 경기확장 국면에서 현재 미국경제와 세계경제가 자리하고 있는 지점이 갖는 몇 가지 의미에 대해 이야기하고자 한다. 그리고 이처럼 독특한 확장국면에서 나타나는 금융시장 추세 및 경향의 본질에 대해서도 이야기할 것이다. 아울러 현재 나타나고 있는 세계 여타 지역의 상대적 강점과 약점에 대해서 아시아를 중심으로 간략히 살펴보도록 하겠다. 왜냐하면 아시아는 세계에서 역동적으로 성장하고 있는 지역이며 이러한 성장을 지속할 것으로 생각되기 때문이다. 특히 본인은 작년도 미국 연준(Federal Reserve)의 금리를 예측함에 있어서 운이 좋았기 때문에, 새로운 의장을 맞이하는 연준의 정책에 대해서도 얘기하지 않을 수 없을 것이다. 금년에는 미국 연준의 정책이 어려움을 겪게 될 것 같다.

우리는 일본을 주시해야 한다. 10년 만에 처음으로 양적 완화상태에서 벗어날 가능성이 있는 일본경제는 실제로 지속 가능한 회복세를 유지하고 있는 것으로 여겨진다. 또한 환율전망은 물론, 세계경제의 위험요소들에 대한 전망도 밝은 것으로 생각된다. 미국경제는 힘을 약간 잃은 상태이지만 초기의 확장세를 지금까지 5년에 걸쳐 잘 키워나가고 있다. 그러나 세계 여타 지역 특히 아시아는 성장을 가속화 하고 있다. 항상 여러 가지 문제를 안고 있음에도 불구하고 지금의 세계경제는 기본적으로 아주 건실해 보인다.

시간이 지나면서 비록 미국경제가 세계경제에 미치는 영향력이 줄어들게 된다 하더라도 그 중요성은 여전히 매우 크다. 따라서 우선 미국의 경기확장이 주기상 어느 국면에 와있는지를 살펴보도록 하겠다.

* 이 글은 2006년 1월 24일 개최된 특별강연회 내용을 녹취하여 번역 · 정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다.

미국의 경기확장

미국이 경기확장에 진입하기 시작한 것은 2003년 중반이다. 미국 NBER(National Bureau of Economic Research)에 따르면, 경제회복은 통계적으로 2001년 11월에 시작되었다. 하지만 이러한 경제회복이 실제로 2003년까지 지속되었던 것은 아니다. 이처럼 회복이 지연된 이유는 기업 자본지출 붕괴, 미국 주식시장 폭락, 미국 주식시장의 배경이 되는 여러 가지 지정학적 사건, 경기반전 기능의 지연 등으로부터 돌출된 문제들을 해결해야 했기 때문이다. 물론 뉴욕에서 있었던 9/11 사태와, 테러와의 전쟁, 아프가니스탄 전쟁, 이라크 전쟁도 있었다.

미국경제를 상승시키고, 무역흐름을 통해 다시 세계경제를 크게 상승시킨 데에는 두 가지 큰 요인이 있다.

첫 번째 요인은 연준이 이끌어낸 미국 내의 저금리 환경이었다. 이러한 환경이 미국경제를 지탱하고, 미국경제가 주식시장 거품 붕괴시 일본에서 발생했던 것처럼 하락하지 않도록 막았다. 미국경제는 주로 소비를 통해 지탱되었다. 이러한 소비는 저금리로 인해 이루어졌던 것으로 생각된다.

두 번째 요인은 부시 행정부의 감세정책으로 인한 경기부양이었다. 가장 큰 폭의 감세조치는 2001~2004년에 걸친 다섯 번의 부시 행정부 감세프로그램 중 2003년 5월에 있었던 세 번째 조치였다. 감세를 통한 경기부양과 연방재정 지출확대가 미국경제를 상승시키는 추진력을 만들어 냈고, 이는 다시 세계경제를 회생시키는데 보탬이 됐다. 기능적으로 볼 때, 미국경제와 세계경제는 연준이 금리인하 조치를 취하기 시작한 후 대략 동시에 회복되기 시작하여 2년 동안 잘 유지되었다.

이러한 평가에는 논쟁의 여지가 많다. 하지만 본인은 초(超)저금리를 조정수단으로 하는 오래된 케인즈학파의 경기부양책이 침체된 미국경제에 대한 촉매제였다는 점을 말하고 싶다. 이와 같은 경기부양, 즉 감세와 재정지출 확대로 인해 재정적자를 유발하는 경기부양은 경제의 경로를 바꾸는 경기부양 관점의 추진력을 제공하여 이를 더욱 상승시켰다. 이러한 경기부양책은 미국 연방정부의 GDP 대비 부채비율 증가 및 적자재정 등 대규모 적자의 잠재적 부수효과를 수반되는 것으로 언젠가는 미국에게 되돌아올 가능성이 있다. 그러나 사실상 움직임이나 반응이 없는 경제에 대해 정책을 실행할 경우, 앞서의 저금리라는 완충방식을 제외하고는 감세를 통한 경기부양이 유

일한 선택이다. 재정적 조치로 비롯된 적자는 언젠가 문제가 된다. 이는 우선순위의 문제와 다소 비슷한 것으로, 부정적 측면의 효과가 있다 하더라도 가장 큰 문제를 최우선으로 해결하고 이에 따른 부수적인 문제는 나중에 처리하는 것이다. 왜냐하면 빈사상태에 있는 미국경제의 경우, 큰 문제를 우선적으로 처리하지 않는다면 나중에 적자 문제를 해결할 여력이 미국경제에게는 남아 있지 않을 것이기 때문이다.

2003년부터 회복되기 시작한 미국경제를 기능적으로 살펴보면, 미국경제의 확장주기는 세계경제 주기와 비슷한 5~7년 정도로 2008~2010년을 정점 또는 분수령으로 하여 차기 경제침체 국면에 진입할 가능성이 있다. 재고주기라는 것은 이제 더 이상 존재하지 않는다. 재고관리 및 운송기술, 적시재고관리, 생산 및 재고활용에 대한 계획이 지속적으로 이루어짐으로써 경제 전체를 흔드는 큰 재고변동이 이제 더 이상 발생하지 않는 것이다. 오늘 강연이 2006~2007년을 전망하고 있는 관계로 2008~2010년은 강연 범위를 벗어난다. 하지만 이 시점에도 이러한 시간대가 짧아져서 놀라게 될 가능성은 항상 존재한다. 그러나 지금 이 순간에, 확장주기를 종식시킬 될 몇 가지 조짐들이 주변에 존재하기는 하지만 결정적인 주요 카테고리(category)들은 아직 나타나지 않고 있다.

경제침체를 가져오는 요인들을 다음 네 가지 범주에 속한다.

첫째, **마이너스(-)적인 대외충격**을 들 수 있겠다. 즉 걸프전 또는 이라크전과 같은 것으로, 미국의 경우 이러한 것이 경기침체를 가져왔거나 이미 존재하는 경제침체를 가속화시켰다. 이 두 전쟁은 양쪽 모두가 다른 경우보다 더 미국경제를 악화시켰다. 또 다른 외부충격으로는 산유국들의 유가인상에 따른 유가폭동 등을 들 수 있는데, 이는 경제성장과 이익창출을 위축시켜 경제가 침체에 빠지도록 만들 가능성이 있다.

둘째는 지속되어서는 안될, 그리고 종국에는 제거되어야 할 **불균형**이다. 미국의 경우 이와 같은 불균형들이 몇 가지 있다. 향후 몇 년 동안 더 커질 가능성이 있는 막대한 무역 및 경상수지 적자와 연방재정 적자가 그것이다. 이는 구조적인 것으로 미국이 이러한 상태를 영원히 지속할 수는 없다. 이에 대한 우려의 목소리가 수년동안 계속되어 왔지만 아직까지 해결되지 못한 상태이다. 아시아의 경우는 막대한 흑자를 내고 있다. 중국의 무역 및 경상수지 흑자가 증가하고 있으며, 또한 중국 및 아시아의 외환보유고 역시 막대하다. 외환보유고의 활용은 여러 시장과 세계경제에 중요한 요소이다. 이와 같은 불균형은 주로 중국과 아시아 통화의 저평가에서 비롯된 것으로

언제가는 반드시 조정되어야 할 부분이다. 그리고 이는 언제, 어떤 경기확장 주기에 있던지 간에 심화될 것이며, 정책적으로 해결되지 않을 경우 이 문제는 경제침체를 야기할 수도 있다. 하지만 우리 판단으로 볼 때, 이러한 불균형이 미국, 중국, 아시아 경제를 침체시킬 정도는 아직 아닌 것 같다.

셋째는 **설비부족**이다. 설비부족은 경제를 완전고용과는 동떨어진 방향으로 몰고 갈 수 있다. 그리고 설비부족 현상이 나타나면 물가상승률이 높아져서 미국 연준이 금리를 인상하게 된다. 또한 완전고용에 대한 제약과 높은 물가인상률, 고금리가 함께 어우러지면 경제가 둔화되고 경기주기의 역동성이 바뀌어 주기상의 차기 하강국면으로 진입하게 된다. 여러 가지 요소 중 이 부분이 침체에 가까운 조건을 가장 자주 만들어 내는데, 현 시점에서 미국이 가장 예민하게 보고 있는 부분이기도 하다. 미국의 물가상승률이 안정세를 보이고 있고 미국경제 또한 아주 양호한 모습이다. 하지만 미국은 완전고용에 충분히 가까워져 있기 때문에, 완전고용을 제약하는 상태로 빠지거나 물가상승률이 미국 연준이 생각하는 것보다 더 높아지는 것에 대해 예민해져 있다. 즉, 연준의 금리인상률이 오늘 이 자리에서 예측되는 수준보다 더 높아져서 미국경제에 마이너스적인 효과를 가져오는 것에 대해 예민해져 있는 것이다. 그러나 미국은 이러한 상황과 크게 동떨어진 것으로 보이기 때문에 2006년도에 그러한 결말이 나지는 않을 것이다.

마지막 범주는 통화 및 재정 정책이 시의적절하지 못하다거나 잘못 사용 또는 시행되는 **정책오류**이다. 본인은 미국 통화정책이 최근 수년동안 A~A⁻의 성적을 유지함으로써 지금까지 훌륭하게 집행되어 왔다고 하지 않을 수 없다. 그리고 부시 행정부의 경기부양책은 감세조치가 경기부양을 위해 미국경제 내에 투입된 시기 면에서 볼 때 거의 완벽하다는 것이 우리의 시각이다. 본인은 이처럼 시의적절한 감세조치를 한 번도 본 적이 없다. 이러한 것들이 제 때에 이루어지도록 어떻게 부시 행정부가 감세조치를 추진했는지 놀라울 따름이다.

미국경제와 세계경제의 저변 상황들은 중반을 약간 넘어선 이러한 경기확장주기가 여전히 어느 정도 지속될 것임을 나타낸다. 차기 침체 또는 침체와 유사한 상황으로 가는 시계바늘을 작동시킬 수 있는 요인들이 주변에서 일부 나타나고 있지만 상당한 거리가 있다. 지금까지 많은 외부충격이 미국을 괴롭혀왔다. 즉 테러와의 전쟁, 지속적인 이라크와의 대치국면, 기타 지정학적 위험, 최근의 예로는 이란과 이란이 유가에 미치는 영향 등이 있으며, 여름 말과 가을 초에 미국을 강타한 태풍 및 기후 문제

들도 어떤 의미에서는 외부충격이 되겠다. 그러나 미국경제와 세계경제는 이러한 충격들을 떨쳐버리고 앞으로 나아갔다. 이러한 일은 경제가 경기확장 중반에 있을 때, 실물경제나 금융시스템이 아직 붕괴되지 않았을 때, 그리고 불균형이 지나치게 심화되지 않았을 때 가능한 것이다. 이와 같은 실적과, 우리가 미국경제와 세계경제 내에서 진행되고 있는 자료 및 과정들을 살펴본 바에 의하면 경제는 경기확장의 중반을 넘어선 상태로 확장세가 앞으로 2~3년 더 계속될 것으로 나타난다.

경기확장주기 중반의 미국 금융시장은 추세 면에 있어서 최소한 성질상으로는 어느 정도 예측 가능하다. 경기확장주기 중반 또는 중반을 넘어선 경우의 주식시장 주기는 시계열적으로 상당히 뚜렷한 호황세를 보인다. 그리고 이는 경기주기 상 시장호황의 두 번째 단계로, 이익이 여전히 크게 증가하고 금리가 상승하여 차기의 침체를 가져올 수 있는 위험들을 일부 인식하게 되는 시점이다. 그러므로 주식시장의 패턴이 불규칙하게 나타나지만 일반적으로는 상승세를 보인다.

미국 주식시장 호황의 두 번째 단계가 여전히 진행 중이라는 우리 생각은 변함이 없지만, 이러한 것이 커다란 수익을 내는 상황이라고는 절대 보지 않는다. 분명 1990년대와는 완전히 다르다. 미국 주식시장 주기에 대한 적절한 표현은 차분한 호황세로, 시장 총 수익률은 3~9% 범위일 것으로 생각된다. 작년도 총 수익률은 약 5%였으므로 금년에는 8~9% 대가 되지 않을까 한다.

미국 이외 지역의 주식시장은 훨씬 더 낙관적으로 보인다. Decision Economics사는 전체 자산 포트폴리오(portfolio)를 세계 각 지역에 배분함에 있어서, 미국의 비중을 줄이는 대신 미국 이외 지역의 비중을 늘리는 방향으로 유지하고 있다. 즉, 미국 이외의 지역은 60%, 미국은 40%의 비중으로 유지하고 있다는 말이다. 그리고 미국 이외 지역의 자산 포트폴리오 중에서도 아시아 지역의 비중이 가장 높다. 금년도 미국 및 세계 주식시장에 대해 우리는 주가가 호조를 보이며 고르게 상승할 것으로 보고 있다.

경기확장기에는 금리가 상승한다. 왜냐하면 중앙은행이 기준금리를 인상하기 시작하기 때문이다. 중앙은행이 그렇게 하는 이유는 경기확장기에 있어서 자연스런 현상 중 하나인 물가상승률의 증가가 시작되기 때문이다. 자원이 모두 소진되고 수요가 강세를 유지할 경우, 평균 물가상승률은 증가하는 경향이 있으며 중앙은행은 상승하는 물가를 잡기 위해 금리를 인상하려는 경향을 보이게 된다. 이 시점에서 이와 같은 단계의 금리주기가 경제활동을 실제로 이탈시키지는 못하며, 물가상승률이 아직 크게

나빠진 상태가 아니기 때문에 중앙은행도 경제를 끌어내리려고 하지 않는다.

문제는 언제 물가상승률이 지나치게 높아지게 되는가 하는 것이다. 즉 중앙은행이 상황을 진정시키기 위해 언제쯤 단호하게 금리인상 조치를 취하느냐 하는 것이 문제인 것이다. 대부분의 경기확장주기에서 물가상승률이 지나치게 높아지는 이유는 무엇인가? 본인은 그것이 혼합된 자유로운 기업시스템과 그 시스템 자체의 역동성에 대한 자연스러운 결과라고 생각한다. 물가와 물가상승률을 낮게 유지하기 위한 유인(誘因)은 사실상 존재하지 않는다. 기업 입장에서 보면 이것은 이윤과 판매의 문제이며, 만일 가격결정력이 존재한다면 바로 그것이 플러스(plus)이다. 기업이 가격을 인하하기 위해 장사하지는 않는다. 그리고 노동력 공급이 부족해지면 노동자들은 더 많은 임금을 요구할 것이다. 임대인은 임대하기를 바라고 임차인은 임차하기를 바랄 것이며, 또 소비자들은 소비를 원한다. 정상적인 경기주기에서 이와 같은 시스템의 역동성은 물가상승률을 증가시키는 경향을 만들어낸다. 이러한 과정의 어느 지점에서 중앙은행이 개입을 하는 것인데, 미국 중앙은행은 2004년 6월 이후부터 단기금리를 3.25% 포인트 인상시킴으로써 개입해왔다.

이번의 미국 금리패턴은 양상이 다르다. 미국은 주택 및 소비 경기의 퇴조를 완화시키기 위해 비정상적인 저금리로 시작했으며 이는 성공적이었다. 지금까지 우리가 보아온 것은 미국 연준 금리를 4.25%로 다시 정상화함으로써 금년을 마감하는 것이다. 사실 이러한 수준의 금리는 응징적이라기보다 미국경제 특히 주택경기에 약간의 자극을 주는 정도일 것이다.

그 이유는 실제로 연준이 물가상승률을 낮추기 위해 경제성장에 제동을 걸어야 할 정도로 미국 물가상승률이 높지 않기 때문이다. 미국 연준은 과도하게 높아진 물가상승률이 현실로 나타나기 전에 이러한 위험을 줄이려고 노력중이다. 이와 같은 노력은 통화정책을 운용함에 있어서 물가상승이 이루어진 후까지 기다렸다가 대폭적인 금리인상을 통해 따라잡기보다는 나은 방식이다. 기다렸다가는 너무 늦다.

미국경제가 모종의 균형점으로 진입하면서 이와 같은 금리인상을 겪을 가능성이 어느 정도 있다. 그리 되면 중앙은행은 실제로 미국경제를 안정시키기 위해 금리인상을 중단하게 된다. 또 본인이 앞서 언급했던 설비제약의 문제를 미국이 해결할 가능성도 어느 정도 있다. 그럴 경우 전형적으로 물가상승률 증가현상이 나타나서 고금리, 대출억제, 경기침체로 이어진다. 이와 같은 것이 아마 2006년도의 가장 큰 문제일 것이

다. 미국은 과연 지금의 호황세를 잘 유지해 나갈 수 있을 것인가? 1990년대의 경우 미국은 이러한 호황세를 10년간 지속시킨 바 있다.

환율 문제와 관련해서는 사실 예측 가능한 패턴이 없다. 환율은 온갖 종류의 요인들에 의해 좌우된다. 여기에는 지정학적 요소 및 국내 선거 등과 같은 비경제적 요인들도 포함된다. 그리고 주식시장과 금리에 대해 본인이 언급했던 통상적인 경기주기 패턴이 환율에는 적용되지 않는다. 통상적인 경기주기에서 찾아볼 수 있는 정질(定質)적 예측 가능성이 중국 위안화 등에 대한 달러화나 한국 원화의 경로나 패턴에서는 존재하지 않는 것이다. 그러나 주식시장, 금리주기, 그리고 신용주기는 아주 명확하여 실제로 약 900종의 방정식으로 이루어진 방대한 규모의 미국경제 모델이 짜여져 있다.

세계경제 현황

지금부터는 이 시점에서 우리가 보는 2006년도 미국경제와 세계 각국 경제의 강점과 취약점들을 세계적 관점에서 살펴보기로 하자.

세계경제의 성장률이 상승, 즉 가속화되리라는 것이 우리 예상이지만 국가와 지역 나름대로의 성장속도와 기업활동에 있어서는 차이가 있다. 미국의 경우 호황세가 지속될 것이나, 전년 동기 대비 4/4분기 GDP 성장률이 감소하여 3%일 것으로 예상되는데, 이 수치는 작년에 3.5%, 재작년에 4%+였던 것과 비교된다.

이는 미국 경제예측가들의 대체적인 예상보다 낮은 수준으로, Business Week Survey는 3.5%, Wall Street Journal Survey는 3.3%로 예상하고 있다. 아직 예상치를 내놓지 않고 있지만, 미국 연준의 여러 위원들도 이 예상치가 3.25~3.5% 범위가 될 것임을 암시하고 있다.

그렇다면 성장률 둔화의 이유는 무엇인가? 우리 생각으로는 미국 주택경기가 완화되고 있고, 또 앞으로도 그렇게 될 것이기 때문인 것 같다. 미국은 주거용 부동산 가격 부분에서의 주택경기에 대해 '거품' 이라는 말이 수도 없이 사용될 정도로 엄청난 부동산경기의 호황을 누려왔다. 본인은 부유한 미국인들의 부동산 취득방법에 대한 다양한 일화들이 1985년의 일본에서 어떤 이야기들이 있었는지 생각나게 한다는 점

을 말하지 않을 수 없다. 그 당시 본인은 몇몇 일본인 친구들에게 "부동산경기가 언젠가는 문제되지 않겠느냐?"라는 질문을 했던 것으로 기억한다. 그 대답은 "일본 정부는 우리가 무너지도록 내버려둔 적이 한 번도 없다"는 것이었다. 그런데 약 5년 후 일본 정부는 일본인들이 무너지도록 내버려두었다.

일본의 경험에서 교훈을 얻은 미국은 주식시장 거품 붕괴를 아주 다른 방식으로 해결하였다.

그린스펀 의장과 미국 연준은 거품을 완화시킬 경우 미국경제가 침체될 가능성이 있기 때문에 주식시장 거품을 막을 수 없다는 것을 깨달았다. 그럴 경우 의도와는 반대되는 방향으로 움직이길 것이기 때문에 연준은 기다렸다가 주가가 붕괴되는 상황을 본 후 문제를 해결하는 전략을 택했다.

주식시장이 붕괴되자 미국 연준은 연방금리를 1930년대 이래 최저수준의 단기금리인 1%로 재빨리 인하했다. 미국 기업에게는 이것이 1930년대와 아주 흡사한 상황이었다. 비록 이처럼 비정상적인 저금리가 사실상 미국경제를 되살리지는 못했으나 주택경기를 지탱하여 주택가격을 유지시켰다. 그리고 발 빠른 미국 금융기관들이 여러 가지 새로운 대출상품을 만들어내자, 그 동안 잠겨있던 자산인 주거용 부동산에서 재산을 증식하기 위해 이러한 상품으로 차입자들이 몰려들었다. 부유하건 가난하건 미국인들은 부동산 담보대출이라는 새로운 수단을 한껏 활용하고 있다. 부동산 가격이 상승하는 한 대출자는 부동산 담보대출을 선호할 수밖에 없으며, 따라서 부동산 자산 주변으로 대출이 집중되는 것은 당연했다. 차입자들 역시 대출을 받아 부동산을 매입하고, 또 부동산을 매입하여 대출을 받을 수 있기 때문에 담보자산으로 부동산을 선호했다. 이는 과거 미국을 비롯한 여러 나라의 다른 부문에서 있었던 수많은 거품현상과 유사한 형태로, 커다란 위험을 내포하고 있기 때문에 염려스러운 일이다. 즉 미국경제가 예상치 못한 침체에 빠질 가능성이 있다는 것이 그러한 위험 중 하나이다. 지금 현재로서는 주택경기가 완화될 것으로 생각된다. 하지만 본인이 앞서 말한 여러 가지 측면에서 거품과 유사한 특성으로 보여 붕괴의 가능성이 있기 때문에, 우리는 취약하다거나 거품이라는 말을 하는 대신 예의주시하고 있다.

나아가 Decision Economics사는 지난 5~6년 동안 주택 및 부동산, 그리고 부동산 자금 부문에서 어떤 일이 일어났는지 살펴보았다. 또 부동산의 경로와 주택경기 호황이 미국경제에 어떤 영향을 미쳤는지를 누구도 해보지 않은 방식으로 산정해보았다.

우리는 지출자금 조달과 부동산 할부금융에 관한 자료와 금리 자료를 가지고 이러한 것이 소비와 주택건설, 기업투자에 미친 영향이 무엇인지를 살펴보았다. 그 결과 주택 및 할부 금융이 전개된 전반적인 경로와 방식에 미친 커다란 효과, 그리고 이러한 것이 미국경제에 어떤 영향을 미쳤는지를 밝혀냈다.

요약해서 말하면 미국의 주거용 부동산이 지금처럼 과열된 적은 없었다. 그 양적 효과는 우리가 산정한 것처럼, 주택건설 경기가 한동안 침체되고 소비측면에서는 주택가격이 폭락할 경우 기업투자와 주택건설 규모는 주택문제로 어려움을 겪었던 과거 어느 때보다도 훨씬 더 커질 것이다. 금년도에는 이러한 것이 완화되리라는 것이 지금 현재의 우리 시각이다. 이는 주택판매량과 주택경기가 5~15% 감소하여 공식지표상으로 기존 및 신규 주택 가격이 더 이상 상승하지 않고, 실제 거래가격도 크게 하락한다는 의미이다. 주택 호가는 통용되지 않고 사실상 하락하여 측정자료 상에서 항상 나타나지는 않게 될 것이다. 그리고 손익계산 항목으로서 가계수지 상의 주거용 부동산 가치는 약해져서 금년에는 그리 크게 증가하지 않을 것이다.

이러한 것이 우리가 미국경제를 일반적인 시각보다 더 약해질 것으로 보고 있는 이유 중 하나이다. 왜냐하면 금리와 에너지 비용, 인플레이션율이 상승함에 따라 소비에 미치는 효과가 소비지출을 억제할 것이기 때문이다. 소비지출 증가율은 지난 40년간의 추세인 연 3.4%를 밑돌게 될 것이다.

우리는 인플레이션 조정이 끝난 후의 미국 경제성장률을 3%로 전망하고 있다.

소비자가 어떻게 하느냐가 금년도에는 아주 큰 관건이다. 미국 소비지출의 역동성은 중요한 것으로 여러분들도 미국의 지출, 차입 및 신용 문화에 대해 잘 알고 있다. 미국의 저축률은 현재 마이너스(-)이다. 이는 지속 불가능한 것으로 결국에는 경기침체에 가까워질 정도로 소비지출이 둔화될 것이다. 금년에는 그렇게 되지 않으리라는 것이 우리 판단이지만 소비지출 증가추세는 다소 낮아질 것으로 보인다.

소비지출 약세는 세계 전역에 대한 미국의 구매력과, 자동차에서 전자제품에 이르는 소비관련 상품의 대미 수출에 영향을 미친다. 미국이 세계 각지에서 수입하는 모든 상품들이 틀림없이 약세를 보일 것이다.

기업 부문의 경우 지출, 즉 자본지출과 재고축적이 꽤 강세를 나타낼 것으로 보인다. 고

용은 건실하다. 고용 및 소득 창출과 건실한 가계수지가 소비지출을 3% 내외로 유지시킬 것이다.

3%의 경제성장률에서는 미국 실업률이 현재의 4.9%에서 약간 낮아질 것으로 전망된다. 미국 실업률이 여름에는 4.5%가 될 것으로 전망되는데 이는 본질적으로 노동시장에서의 완전고용을 의미한다. 3%의 경제성장률에서는 설비가동률이 높아져 미국경제는 설비제약의 압박을 받게 될 것이다. 그 결과 인플레이션율이 불규칙적이기는 하나 평균적으로 점차 상승하여 연준은 금리를 계속 인상할 것이다. 하지만 연준은 인플레이션율이 손아귀에서 벗어나지 않도록 잘 단속하여 미국경제에 대해 제동을 걸어 놓아야 한다.

이와 같은 시나리오는 인플레이션이 세계 전역에서 어떤 작용을 하는지 알 수 있도록 세심하게 관리되어야 한다. 세계화와 경쟁, 그리고 세계 전역에서 구매되는 많은 상품들에 대한 저비용 생산으로 인해 인플레이션의 결과가 이번에는 다르게 나타날 가능성이 있다. 중국을 비롯한 아시아에서 수많은 상품들이 쏟아져 나오고 있으며, 서비스 부문에서는 인도가 프로그램 및 소프트웨어, 지식자본에서 세계적 경쟁력을 갖고 있다. 세계의 기술은 어느 곳에 있는 기업이던지 간에 세계 각지에서 상품을 구매하고 선적하는 것이 가능하게끔 하고 있다. 인터넷을 통해, 기술 자체가 인플레이션을 낮게 유지시키는 힘이 되고 있는 것이다. 이러한 모든 일들이 계속되어 오지 않았다면, 본인은 미국 내 인플레이션이 훨씬 더 높아진다고 말해야 했을 것이다. 그럴 경우 아마 연준은 금리를 현재의 시나리오보다 훨씬 높은 수준으로 인상해야 할 것이다.

미국 이외 지역에 대해서는 가장 역동적인 성장을 지속하고 있는 아시아 지역부터 시작하겠다. 중국은 역동적이고 폭발적인 성장을 이루고 있으며 인도 또한 강력한 성장을 지속할 가능성이 있다. 중국은 또다시 연간 9%에 가까운 성장을 이룰 것으로 예상된다. 우리를 비롯한 모두는 중국경제가 크게 둔화되지 않을 것으로 생각하고 있으며, 이러한 생각은 2006년 내내 변함이 없을 것이다. 중국은 폭발적으로 급성장하고 있는 역동적인 경제이다. 그리고 어찌되었건 인플레이션율이 낮기 때문에 중국 중앙은행으로서는 문제가 없다. 중국은 일본과 한국에게 있어서 제1위의 교역상대국이다. 중국이 앞서와 같은 상태를 유지하는 한, 일본과 한국도 최소한 수출면에서는 중국과 함께 성장할 것이다. 아직은 아니라고 생각되지만, 미국경제의 전망이 아시아에게는 더 이상 중국경제의 전망만큼 중요하지 않은 것으로 보인다. 여러 나라들이 아시아를 가장 중요하게 여기는 움직임이 나타나고 있다. 따라서 미국경제가 둔화된다

하더라도 아시아는 여전히 더 나아질 가능성이 있다. 물론 미국경제가 강력한 호황을 누릴 경우에도 아시아는 더 나아지겠지만, 아시아는 이제 더 이상 미국의 영향을 크게 받지 않는다.

아시아 중에서는 일본경제의 건실한 회복세가 눈에 띈다. 일본경제는 사실상 이미 호전되어 대체적으로 아시아 경제성장에 보탬이 될 것이다. 우리는 일본이 금년 및 내년도에 3~4%의 성장을 이룰 것으로 전망하고 있다. 이는 일본경제의 성장추세를 상회하는 것으로 아마 대부분의 다른 민간 경제예측가들의 생각보다 높은 수치일 것이다. 물론 우리가 일본을 보는 관점은 활발한 아시아 교역의 한 부분인 강력한 수출이다. 기업의 자본지출 역시 견실한 상태이고 소비자들도 수년동안의 절약 속에서 마침내 여유를 갖기 시작하고 있다. 금년에는 보너스 지급도 많았으며 기업의 이윤도 높다. 일본 경제성장의 지속 가능성은 현실적인 것으로 보인다. 디플레이션은 곧 사라질 것이며 일본 중앙은행은 양적 완화정책을 중단할 것으로 전망된다. 중국, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국 등의 신흥 아시아지역은 2006년에 약 8%의 성장을 이룰 것으로 보이는데, 이는 2005년도의 성장률과 큰 차이가 없다. 2007년도의 전망치도 여전히 7%라는 강세를 보이고 있다.

아시아가 세계경제에서 가장 강력한 성장지역으로 꼽힐 수 있는 것은 이러한 수치들 때문이다. 한국, 대만, 싱가포르, 태국과 같은 선진 아시아 경제들은 전체적으로 볼 때 5%의 성장률을 나타낼 것이며 한국은 6% 가까이 성장할 것이다. 우리가 살펴본 바에 의하면, 한국경제는 작년 하반기 동안에 다소 상승한 것으로 나타난다.

두 번째 성장동력은 금년에 5%에 가까운 성장률을 나타낼 라틴아메리카이다. 아시아에 비해 뒤쳐지지만 또 다른 선진그룹인 이들은 세계경제에 많은 기여를 하고 있는 개발도상국들로서 두 번째로 높은 성장대열에 속한다. 라틴아메리카의 상황이 개선된 것은 물가안정, 고유가, 무역흐름 개선, 그리고 약간의 자체조정 덕분이다. 이 지역이 아시아만큼 견실하지는 않지만 5%대의 상당히 좋은 성장을 이룰 것으로 전망된다.

유로 지역조차도 2005년의 1.5%에서 2006년에는 2%로 소폭 성장할 것이다. 소비자들은 지출을 늘려가고 있으며 유로 지역의 지렛대 역할을 하는 독일과 연관된 무역흐름은 더 나아질 것으로 보인다. 유로 지역과 유럽 전체로 볼 때 2006년도에는 더 나아지겠지만, 기타 국가 및 지역들은 낮은 성장을 할 것이다.

캐나다 경제는 미국 경제의 강세, 수출에 도움이 되는 물가상승, 아시아 경제의 호

황에 힘입어 약 3.5%의 아주 강력한 성장을 이룰 것으로 보인다.

이스라엘 경제도 기술 수출국으로써 상승하고 있다. 지정학적 문제와 긴장에도 불구하고 이스라엘 경제는 호전되고 있는 중이다.

Decision Economics사가 약 45개국을 대상으로 하여 분석해본 결과, 금년도 세계경제의 성장 전망치는 3.5%이다. 작년도 세계경제 성장률은 3%를 약간 넘는 수준이었다. 세계경제의 성장이 가속화될 전망이지만 미국의 경우는 그렇지 못하다. 왜냐하면 수많은 위험요소 중에서도 미국이 세계경제에 미칠 중요한 위험요소 때문에 그러한데, 이는 2006년도 중에 해결 가능할 것으로 생각된다.

금융시장과 통화정책

지금부터는 미국 및 일본의 금융시장과 통화정책을 살펴보자. 이 부분에서는 지금 커다란 변화가 진행되고 있는데, 이러한 변화는 주식시장과 환율에 대해 매우 중요하다.

미국의 경우, 연준이 다른 국면으로 이동한 상태인 것으로 생각된다. 첫 번째 국면은 연방금리를 1%로 하여 미국경제를 평상 수준으로 되돌리는 것이었다. 연준은 이처럼 낮은 수준의 연방금리가 인위적이라는 것을 알고 있었으며, 주택경기와 소비를 통해 미국경제를 지탱하는 그들의 실험은 성공적이었다. 주택경기는 미국경제가 침체국면으로 진입하는 것을 막았을 뿐 아니라 소비와 더불어 미국의 경제성장을 주도하였다. 부시 행정부의 감세조치 이후 좋아진 미국경제가 자리를 잡았다. 사실 주택과 주거용 부동산에서의 의외로 너무 좋은 결과와 함께, 뜻밖의 간단한 통화정책에서 좋은 일이 과도하게 이루어졌는지도 모른다.

금융기관의 반응과, 미국의 주택 소유주들이 과거 운용되지 않던 자신의 주택과 자산에서 소비자금을 끌어낼 수 있다는 것을 나중에 알게 되리라고 예상할 수 있었던 사람은 없었을 것으로 생각된다.

미국 소비자들은 소비자금 마련 방법을 알아내면, 자금을 마련하여 소비를 한다. 그것이 미국인들의 생활 방식이다.

미국의 소비생활 수준은 세계에서 가장 높다. 그리고 어떤 면에서는 미래를 위해 자금을 비축해 두는 것이 아닌, 바로 이러한 것이 미국인들이 생활수준을 측정하는 방식인 것으로 생각된다.

12월 3일자 미국 연방공개시장위원회(FOMC)의 성명은 기본적으로 연준이 연방금리를 평상수준으로 되돌리는 작업이 대부분 마무리된 것으로 안다는 것이었다. 그러나 물가안정과 경제성장을 최대한 지속 가능하게 한다는 목표와 연계된 단기금리 설정에 있어서 중요한 점은 물가안정을 위협하는 위험요소들과 균형을 이루는 연방금리를 찾아내는 것이다. 연준의 목표는 경제가 좋은 상태를 유지하되 물가안정 기조가 유지되어야 한다는 것이다.

모든 중앙은행에게 가장 중요한 화두는 물가안정이다. 각국 중앙은행은 지난 10~15년 동안 인플레이션율을 낮게 유지함으로써 자신의 직무를 훌륭하게 수행해왔으며, 실제로도 세계경제가 그 혜택을 보고 있다. 미국의 경우 주요 연방금리의 정상화는 1%부터 시작하여 연방금리와 미국경제, 그리고 인플레이션이 균형을 이루는 범위쪽으로 수직 상승되었다. 그러나 연준은 지금 '적정' 연방금리의 범주에 들어서 있으며, 이제는 '적정' 수준을 찾아내어 물가안정이나 인플레이션을 위협하는 위험요소들이 균형을 이루고 있는지 주시할 필요가 있다. 또한 지금은 연준이 연방금리가 이제 '적정' 수준에 도달했다고 선언할 것인가를 살펴보아야 할 때이기도 하다. 현재의 인플레이션에 대한 위험요소는 저변에 있는 것보다 가시화된 것이 더 많다. 이제 연준은 기본적으로 인플레이션과 미국경제가 동시에 균형을 이루는 연방금리의 범위를 찾아내야만 할 것이다. 균형점을 찾는다는 것이 쉽지는 않겠지만, 이러한 것이 연준이 현재 가고 있는 방향과 연준을 살펴보는 한 가지 방법인 것으로 생각된다.

연준은 12월 3일자 성명과 연방공개시장위원회의 12월 회의를 통하여 연방금리에 대해 취할 인상폭이 그리 크지 않다는 점을 시사하고 있다. 물론 연준은 일부 추가적인 정책안정 조치를 취해야 한다. 우리가 해석하는 추가 정책안정 조치는 연방금리를 매번 0.25 포인트씩 점진 인상하여 최소 50 베이시스 포인트, 최고 1~1.25% 포인트 인상하는 것이다. 이러한 인상폭은 큰 것이 아니다. 이 결과치는 정확한 수치가 아니며 연방금리의 인상가능 범위이다. 최소 인상폭인 50 베이시스 포인트가 점진 인상된다고 하면 연방금리는 4.75%가 될 것이고, 최대 인상폭인 1~1.25% 포인트가 인상될 경우 연방금리는 5.5%가 되겠다.

추가인상의 속도는 알아내기가 쉽지 않다. 매 회의 때마다 0.25% 포인트가 자동적으로 인상되리라는 것은 더 이상 기대하기 어렵다. 1월 31일에 연준이 취할 조치는 비교적 쉬운 것으로, 연방금리를 0.25% 포인트 인상하는 것이 될 것이다. 추가 안정조치라는 것은 최소한 두 번 이상의 금리인상을 말한다. 이는 인플레이션에 대한 연준의 감도를 바탕으로 한 판단이며, 연준이 인플레이션을 어떻게 읽고 있느냐를 나타내는 것이다. 3월 28일의 회의는 신임 연준 의장에게 있어서 첫 번째 회의가 될 것인데, 금리인상 조치가 있을지는 확실치 않다. 그러나 우리가 평가한 바에 의하면 개연성이 70% 정도 된다. 5월에는 금리인상이 없을 것으로 보이지만, 6월말 경에는 50%를 약간 넘는 확률로 금리가 5%로 인상되리라 예상된다. 연준은 금년 하반기에 금리를 5.25%로 한차례 더 이상한 후 금리인상을 중단할 것이다. 장기금리의 경우, 현재의 인플레이션율과 미국 경제상황을 전제로 할 때 10년 만기 미국 국채수익률은 단기금리보다 낮은 폭으로 상승되겠다. 수익률곡선이 현재는 평평하지만 언젠가 반전될 것이다. 수익률곡선이 처음 2년부터 10년까지 기본적으로 지금의 평평한 상태로 있다가 나중에 반전하게 되는 것이다. 수익률곡선의 반전이 경기침체의 도래를 의미하는 것은 아니다. 수익률곡선의 현재 포지션은 연준의 통화정책 운용방식과, 지금처럼 특별한 경우에서 인플레이션이 작용하는 방식에 대한 결과이다. 우리의 경제예측 경로에 의하면 이러한 반전은 경기침체가 아닌 성장둔화의 신호인 것으로 나타난다.

미국 통화정책의 '큰 변화'는 연준이 적정 금리수준을 찾아가면서 금리인상 속도가 더 느려지는 패턴으로 가고 있다는 것이다. 이러한 실험은 경제성장과 인플레이션이 균형을 이루도록 하기 위한 것으로, 미국 통화정책사상 한번도 성공한 적이 없는 것이다. 현재 많은 일들이 일어나고 있다. 유가가 변동하고 있고 미국경제가 변동하고 있으며 세계경제도 마찬가지이다. 연준이 정확한 적정금리 수준을 찾아낼 확률은 아마 상당히 낮을 것이다. 우리는 어떤 상황이 벌어질지 주시할 따름이다.

Decision Economics사가 예상하는 금리의 경로는 세계 인플레이션 패턴과 연계된 것으로, 대다수의 시각 및 선물시장보다 더 높다. 전통적인 경기주기상의 인플레이션 과정은 보통 미국경제와 세계경제에 대해 비정상적인 인플레이션 상승이 이루어질 것이라는 근거 속에서 나타나며, 결국에는 각국 중앙은행이 개입하여 인플레이션을 둔화시킬 수밖에 없을 것이다. 물가에서 나타나는 현상은 전통적인 수요 유인으로 인한 것이다. 세계 물가는 견실하게 잘 책정되어 있다. 이는 수출국에게 아주 좋은 일이다. 금(金) 가격은 분명히 계속 상승할 것이다. 금 또한 달러화에 대한 헷지(hedge) 수단으로 매입되고 있기 때문이다. 2~3년을 내다본 달러화의 전망은 그리 매력적이지

못하다. 금은 귀금속에 속하는 자산항목으로 자산분배의 한 부분을 차지한다. 원유와 마찬가지로 금 가격을 1981년에 있었던 지난 번 고점(高點)에 인플레이션 조정할 경우, 현재의 달러가치로 환산한 금 가격은 온스 당 1,700달러 정도 될 것이다. 미국 시간으로 오늘 아침의 금 가격은 559달러이다. 금년도 중반까지의 금 가격 전망치는 600달러였으며 이러한 전망은 변함이 없다. 500달러에서 600달러로 가는 것은 20% 상승에 불과한 것으로 물가의 변동이 아주 큰 것은 아니다. 솔직히 말해 인플레이션 조정가격이 1,700달러라면, 560달러에서 1,000달러(1,000달러가 엄청나게 높은 금액으로 들리긴 하지만)로 가는 것도 큰 가격변동은 아니다. 그러나 우리는 단지 6월까지 600달러가 되리라는 것 외에 다른 예측은 아직 하지 않고 있다.

원유 가격을 지난 번 고점에 인플레이션 조정해보면 90~100달러 정도 될 것이다. 대부분 경기확장기의 가격은 이전의 고점을 넘어서는 경향이 있다. 우리는 원유 가격이 65±5달러 정도 될 것으로 추정하고 있다. 이는 단지 추청치일 뿐이며, 높아지면 높아졌지 낮아지지는 않을 것이라는 생각이다. 만일 상황이 나빠지면 이 추정치가 70±5달러까지 갈 가능성도 있다. 견실한 경기확장기에서는 석유 및 에너지에 대한 세계 수요가 매우 커질 수 있으며, 여기서의 수요는 중국과 인도만이 아닌 세계경제 전체의 실제 수요를 말한다.

공급측면에서의 활동이 살아나기 시작하고 있기는 하지만, 석유공급은 한동안 계속 수요를 따르지 못할 것이다. 그 기간은 3~5년이다. 따라서 이란 사태와 같은 이전의 지정학적 이슈들로 인해 유가는 지난 주 약 5달러 정도 상승한 상태이며, 석유 및 에너지 가격은 더 높아질 가능성이 있다. 이러한 것이 석유소비국에게는 마이너스적인 영향을, 석유공급국에게는 플러스적인 영향을 미친다.

일본은 통화정책의 양적완화에 대한 종지부를 곧 찍을 것이 분명하다. 우리는 일본 중앙은행을 짓누르던 디플레이션의 마지막 항목이 조만간, 아마 1~2개월 내에 긍정적으로 충분히 전환될 것으로 예상하고 있다. 그리 되면 일본 중앙은행은 양적 완화 정책을 중단한다고 미리 발표할 것이다. 이 경우 두 가지 단계가 예상되는데, 우선은 금융시스템 내에 그 동안 축적해온 엄청난 양의 과잉준비금을 인출하는 것이다. 그런 다음 일본 중앙은행은 한 번에 조금씩 금리를 인상할 것이다. 따라서 일본의 주요 대출금리는 금년 말경에 현재의 0%에서 0.5% 가까이 될 가능성이 있다. 그렇다고 해서 10년 만기 일본 국채의 수익률이 상승하리라고는 생각되지 않는다. 미국과 마찬가지로 일본은 비정상적인 저금리 포지션에서 출발하고 있다는 점을 기억해야 할 것이다.

일본에는 과잉설비가 여전히 많고 인플레이션율도 연간 0.5~0.7% 정도로 계속 낮게 유지될 것이다. 이러한 것이 금리에 대한 가능성이다. 물론 우리는 일본 및 한국을 포함한 아시아 각국의 주식시장에 대해 매우 낙관적으로 생각한다. 이러한 맥락에서 일본 중앙은행은 투명성을 유지하여 미국의 사례를 따르도록 노력할 것이라고 공표한 상태이다. 이는 일본 중앙은행이 자신의 계획을 미리 알릴 것이라는 의미이다.

달러화에 대한 몇 가지 전망으로 본인의 강연을 마치고자 한다. 달러화의 단기전망에 대해 우리는 부정적이거나 중간적인 것으로 보고 있다. 작년에 달러화를 지탱했던 펀더멘털(fundamental)중 하나는 금리차별화였는데, 미국 중앙은행이 단기금리를 지속적으로 인상한 것이 그것이다. 일본 중앙은행과 유럽 중앙은행은 금리를 인상하리라는 생각이나 기대도 없었다. 또한 적당한 성장률 역시 미국에게 유리하게 작용했다. 미국경제는 아주 강력하게 성장하고 있었던 반면 일본경제의 성장은 여전히 불투명했다. 물론 유로존(Eurozone)의 성장률도 그 당시 불투명했다. 이와 같은 두 가지 펀더멘털, 특히 미국의 금리를 높게 책정했던 금리차별화가 달러화를 지탱시켜 주었던 것이다.

이미 언급한 바와 같이 미국 연준이 정책 상의 큰 변화를 이루었을 당시, 연방금리에서 나타났던 패턴은 앞으로 금리인상이 그리 많지 않을 것이고 금리곡선도 더욱 평평하게 갈 가능성이 있다는 것이다. 일본 중앙은행은 금년부터 금리를 인상하기 시작할 것이며 유럽중앙은행은 이미 금리를 인상한 상태이다. 우리가 관찰한 바에 의하면 유럽중앙은행은 3월에 다시 금리를 인상할 것이고, 금년 중에 한 두 차례 더 금리인상을 단행할 가능성이 있다. 유럽중앙은행의 입장에서는 에너지를 포함한 인플레이션이 문제이다. 미국 연준은 인플레이션율을 2% 또는 그 이하로 유지시키려 하고 있는데, 이는 연준의 금리인상 가능성을 의미하는 것이며 인플레이션율을 낮게 유지시키기 위해 약간의 성장률을 희생시킬 수도 있다. 따라서 달러화를 지탱했던 금리차별화는 사실상 예전과 같지 못하게 된다. 우리의 시각으로는, 미국의 경제성장은 둔화되고 일본은 회복될 것이며 유로존은 약간 회복될 것으로 보인다.

또한 미국의 막대한 경상수지 적자 경우에도, 미국이 이 문제에 대한 해법을 찾아내지 못하는 한 달러화에 대한 긍정적인 생각이 이루어지기는 객관적으로 매우 힘들다. 유감스럽게도 본인은 미국이 적자문제를 이해하고 있다는 징후를 보지 못했다. 사실 그 동안 재정을 악화시킨 것은 연방재정 지출이나 감세조치가 아니라 통제불능적 또는 의무적 의료보조 및 의료지원을 받는 노령인구이다. 이를 연구하는 학자들은 이

부분을 과도한 적자의 가장 중요한 원인으로 보고 있다.

막대한 재정적자의 두 번째 원인은 거리낌 없는 연방재정 지출이다. 미국의 현 대통령은 지출법안을 한 번도 거부한 적이 없다. 그리고 세 번째 원인이 감세조치이다.

감세조치는 경기를 부양하기 때문에 사람들에게 어떠한 혜택이 돌아가며, 세금을 환급 받는 사람도 일부 있다(실제로 세금 전체를 환급 받는 것이 아니라 일부를 환급 받는 것이다). 그러나 증가하는 노령인구의 연금과 의료보조비를 미국이 어떻게 지급할 것이며, 평균 인플레이션율의 3배 가까이 되는 의료보조비 상승률을 어떻게 감당하겠는가? 이는 단지 미국만의 문제가 아니라 세계 여타 지역에서도 존재하는 문제이다. 지금으로서는 미국의 정치적 또는 사회적 진행과정이 이 문제에 매달리기 시작하고 있다고 말하기 어렵다. 따라서 미국 재정적자에 대한 우리의 전망은 매우 어둡다. 경상수지 적자는 여전히 증가세를 유지하고 있는 것으로 보인다. 그러므로 지금은 금리차별화의 긍정적 펀더멘털에 따라 움직이고 있는 달러화의 변동성이 점점 중요해지고 있다. 적자로 인해 발생되는 위험요소로는 부채 및 점증하는 대출서비스인 것으로 나타나며, 이로 인한 주식시장과 장기금리 역시 마찬가지이다. 이와 같은 전반적인 불균형 상황은 단기 펀더멘털로부터 받는 지탱력이 약한 공통인자와 더불어, 미국으로 하여금 위험요소에 민감하게 만들고 있다. 특히 인플레이션율이 지나치게 상승하여 본인이 언급했던 것보다 연준의 운신 폭이 더 좁아지고, 금리인상 폭이 커져서 주택 및 소비 경기가 위축될 경우에는 더욱 그러하다.

예의주시해야 할 이와 같은 위험요소에도 불구하고, 미국경제의 전망은 아주 좋다. 여러분들은 본인의 강연에서 미국이 미국 이외의 지역에 더 많은 자산을 배분하는 이유를 알 수 있었을 것으로 생각된다. 또 한국경제를 더 낙관적으로 보는 우리의 시각에 공감 못할 수도 있겠지만, 본인이 세계경제의 현황을 설명하는 과정에서 아시아가 경제활동과 주식시장 양쪽 모두에서 그처럼 호황세에 있는 이유도 여러분들은 분명 알 수 있었을 것이다. 역사적인 관점에서 볼 때 향후 10-20년은 오랫동안 볼 수 없었던 세계 각 지역의 힘과 관련한 큰 변화의 과정에 있을 것으로 생각된다.

질의·응답

〔질 문〕 특히 아시아 금융위기 이후 아시아 지역에 대한 투자가 감소하여 저조한 상태인데,

그 이유가 궁금하다. 이러한 상황이 한국 주식시장으로 진출한 미국 투자자들이 투자한도를 낮춘 때문인가 아니면 금융위기 이전의 투자수준이 너무 높았기 때문인가?

〔답 변〕 귀하가 언급한 것 중 하나인 것으로 생각된다. 금융위기 이전에는 과잉투자가 이루어져 위험신호가 나타났었다. 그러나 우리가 이야기한 바와 같이 지금 투자이동이 이루어지고 있는 중이다. 많은 투자가 아시아로 돌아와 앞으로 1년 후에는 전혀 다른 상황이 나타날 것이며, 단지 전개상황의 효과가 지체되는 것 뿐이다. 예를 들면, 아시다시피 일본으로 유입되는 주식시장 자금은 주로 해외자금인데, 이러한 자금의 아시아 여타 지역 유입이 지체되고 있는 것이다. 하지만 그러한 상황이 금년 중에 이루어질 것으로 생각되지는 않는다.

아시아 경제의 주변상황은 급상승 추세에 있다. 이러한 상황 중 하나가 견실한 무역흐름과 기업의 무역활동이다. 이는 무역과 굳게 맞물려 있기 때문에 아시아의 경기주기를 상승기조로 이동시키기 마련이다. 아시아 여러 나라에 대한 최근 자료가 급상승을 나타내고 있다. 이러한 패턴 자체가 반복될 경우, 급하락보다 급상승이 더 많이 나타난다는 것은 흥미로운 일이 될 것이다. 이와 같은 상황은 전에도 여러 번 있었다. 예를 들어 일본경제가 약세보다는 강세로 갈 가능성이 있고, 우리가 면밀히 주시하고 있는 중국경제도 작년에 둔화될 것으로 예상되었지만 그렇지 않았다. 인도경제 역시 더욱 빠른 속도로 성장하고 있다. 한국 경제성장률에 대한 공통적인 시각은 5%이다. 5%의 성장률이 잘못 예측되었다면, 4.5~4.75%가 아닌 5.5~5.75% 정도 될 것이다. 특히 아시아의 경우 이와 같은 여러 상황들 속에서 시스템상으로 변함이 없는 점은 아시아 각국의 경제가 생각 이상으로 좋아진다는 것이다.

U.S. and Global Economy and Financial Market Prospects: Picking Up Steam*

Allen Sinai

Global Economy Position - 2006

The U.S. and global economy are looking very good. I want to give you some sense today of where we think the U.S. and global economies are in the business cycle expansion that began a few years ago. I want to talk about the nature of financial market trends and tendencies at this particular stage in the expansion. I want to take you on a quick trip around the world, as we see it; the relative strengths and weaknesses of different parts of the world, to some extent highlighting Asia, because in our view, it is the dynamically growing region of the world. We think it will continue that way. I can't not talk about Federal Reserve policy and the U.S. with a change in chairman coming, especially since I got lucky last year on the federal funds rate forecasts. It's going to be harder this year.

And, we should look at Japan. What is likely to happen there is an end to the quantitative easing in a Japanese economy that for the first time in a decade looks to be in a real live sustained and sustainable economic upturn. Then, the risks and, of course, the currency picture, to what I think is a bright prospect for the global economy. The U.S. is losing some of it's steam but still growing nicely for a fifth year of expansion, depending on when you date the beginning of the expansion. But, much of the rest of the world is picking up steam, particularly Asia. The global economy always has problems, but basically looks very healthy.

* Transcription of a speech given at the Distinguished Lecture Forum on Tuesday, January 24, 2006

Although as time goes by the U.S. economy will be less and less decisive in calling the tune on the global economy, it is still very important. So let us take a look at where the U.S. is in this cyclical expansion.

The U.S. Business Expansion

We date the beginning of the U.S. expansion functionally as the middle of 2003. Statistically, according to the National Bureau of Economic Research, the well-known NBER, recovery began in November 2001. But the U.S. economy didn't really get going until the middle of 2003. The reasons for the delay had to do with the overhang from the collapse of business capital spending, the huge declines in the U.S. stock market, a bubble bursting, and a number of geopolitical events that held back the U.S. stock market and delayed the functional pickup of the economy. Those, of course, were the September 11th attack in New York, the War Against Terrorism, the Afghanistan War, and the War against Iraq.

What lifted the U.S. economy up and, in turn, through trade flows gave tremendous upward push to the world economy were two main factors.

One was the very low interest rate environment in the U.S. engineered by the Federal Reserve that supported and prevented the U.S. economy from declining like the Japanese economy did when it's stock market bubble burst. The support was mainly through housing and consumption; that's what the low interest rates did in our view.

The second factor was the liftoff that came from the Bush Administration tax cuts. The biggest was in May 2003, actually the third of five tax-reduction programs from the Bush administration over the 2001-2004 period. The tax cut fiscal stimulus and increased federal government spending provided the push that lifted the U.S. economy up, and that, in turn, helped revive the world economy. Functionally, the U.S. and global

upturn started about the same time, well over two years after the Federal Reserve started taking down interest rates.

This assessment is very controversial. I would say the catalyst was a very old fashioned Keynesian fiscal stimulus in a depressed U.S. economy, with extremely low interest rates as accommodation. This fiscal stimulus, yes deficit-financed fiscal stimulus through tax cuts and increased government spending, provided the push from a stimulus point-of-view that changed the path of the economy and started it higher. That fiscal stimulus was, and is, not without potential side effects of large deficits, deficit financing and rising debt-to-GDP ratios for the U.S. federal government, which someday may come back to haunt the U.S.. But, in the practice of policy for an economy that really wasn't moving or responding except in a cushioned way to those low interest rates, the fiscal stimulus of tax cuts was the only choice available. The deficits that came from those fiscal initiatives are a problem for another day. It's a little like triage, you take care of the biggest problem first, and even though there are negative side effects and byproducts, deal with them later, because if you don't deal with the big problem first, in this case a moribund U.S. economy, the economy wouldn't have been lively enough to deal with the deficit problems later.

If we look at the functional pickup in the U.S. economy as beginning in the middle of 2003, with the timeline for a U.S. business cycle expansion, and similarly the global economy, five-to-seven years, 2008-2010 is the central point, or window, when the next recession might come. We no longer have inventory cycles. The technology of inventory production and transport, just-in-time inventory production, the planning that goes on in production and use of inventory is such that large swings in inventories no longer occur to take the whole economy down or up. 2008-2010 is beyond the horizon of the talk today because we're looking at 2006-7. It is always possible, even on this timeline, that there can be surprises that could shorten that timeline. But, at the moment, the major categories of what brings an expansion to an end, though there are some signs that some of these are

around, do not yet appear as decisive.

What brings on recession are any of four categories of factors.

One can be negative external shocks like the Gulf War (1990-91) or Iraq War, which in the case of the U.S. either brought about, or intensified, recessions that were already in-place. Both those wars made the U.S. economy worse than would have been the case otherwise. You can have other external shocks such as sharp rises in crude oil prices, pushed up by prices set in oil-producing countries, and those will depress growth and profits, and can cause an economy to move into recession.

Second are imbalances that are unsustainable and thus eventually must be removed. We have some of those around in the U.S.; very large trade and current account deficits likely to rise in the next few years, also federal budget deficits. These are structural and the U.S. can't continue them forever. People have been saying this for years, but the day of reckoning has not yet come. In the case of Asia, we have huge surpluses, growing surpluses on trade and current account for China, and huge accumulations of foreign exchange reserves in China and Asia. The uses of the reserves are a major factor in the markets and world economy. That imbalance largely has come about on undervalued Chinese and Asian currencies and will someday have to be corrected. And when those imbalances, whatever they are in any business cycle expansion, get pronounced and if policy doesn't fix them, those imbalances can cause an economy to go down. The imbalances are not yet extreme enough, in our judgment, to expect the U.S., China, or Asia's economies to go down.

A third category is capacity constraints. That is, an economy can run up against full employment, and when that happens, inflation picks up and the Federal Reserve raises interest rates. The combination of the full employment constraint, higher inflation and higher interest rates slows the economy, changes the dynamics of the business cycle and gets the next

downward turn in process. Of the various factors, this one most often brings about recession-like conditions. This one, for the U.S., is the one we are most sensitive to at this point. U.S. inflation looks quiet and the U.S. economy is in very good shape, but close enough to full employment that we are sensitive to running into the full employment constraint, inflation getting higher than the Federal Reserve wants, and they, in turn, raising interest rates more than will be forecasted here today, bringing negative effects on the economy. We do seem to be far enough from this situation so that it shouldn't be decisive in 2006.

The final category is policy errors-monetary and fiscal policies mistimed, misused, misdone. I must say that monetary policy in the U.S. for many years now has been A to A-; it has been superbly executed. And, in our view the fiscal policy stimulus of the Bush Administration, the tax cuts, were almost perfectly timed in terms of when those tax cuts came into the economy to lift it off. I have never seen tax cuts so well-timed. It was amazing how the administration managed to push those tax cuts through in order to get them in place.

The underlying conditions of the U.S. and world economies suggest that we are somewhat beyond the middle of this business expansion with still some time to go. The factors that start the clock ticking on the next recession, or recession-like situation, show some signs of being around, but seem pretty far away. So far, a large number of external shocks-the War Against Terrorism, the continuing confrontation in Iraq, other geopolitical risks, lately Iran and its effect on oil prices, in some sense an external shock, the hurricanes and weather problems that the U.S. economy went through in late summer and early fall-have buffeted the country. But, the U.S. economy and the world economy have shaken off these shocks and gone on to move ahead and up. That's what economies do when they are in the middle of an expansion, when they are not yet fragile in the real economy or in the financial system and when imbalances have not gotten too extreme. That performance and our look at the data and the processes that

are going on in the U.S. and world economies suggest they are somewhat past the midpoint of expansion and that there are a couple, or two-three years, to go.

U.S. financial markets in the middle of business expansions are pretty predictable, at least qualitatively, in terms of tendencies. In the middle of an expansion or even beyond it, the U.S. stock market cycle historically has been pretty clear; an equity bull market. And, it is at that time in the business cycle-the second leg of the equity bull market-where profits are still growing strongly, interest rates are beginning to rise, that awareness of some of the risks that may lead to recession later come into play. The stock market thus has an irregular pattern, but generally moves up.

We have thought, and continue to think, that the second leg of the equity bull market in the U.S. is still in process. However, we have never thought this would produce strong returns. Certainly, nothing like the 1990s. The operative phrase for the stock market cycle in the U.S. is that it is a muted bull market. Total returns on the U.S. equity market we have thought would range from 3% to 9%. Last year we did about 5%. This year we are hopeful for an 8% to 9% total return.

We are much more optimistic on equity markets outside the U.S. The DE global asset allocation in an all-equity portfolio has been, and remains, underweight the U.S. and overweight non-U.S.

The overweight is 60% non-U.S. The U.S. weight is 40%. And in the non-U.S. equity portfolio, the strongest overweight is Asia. For the U.S. and world stock markets, our view is that stock prices, on average, will go up nicely this year.

Interest rates go up in expansions because central banks start to raise their key rates. They do that because inflation starts to pick up, a natural part of a business cycle expansion. As resources are used up and if demand stays

strong, inflation, on average, tends to rise and central banks will tend to lean against the rising inflation and raise interest rates. This stage of the interest rate cycle doesn't really derail the activity side and, at such a time, central banks don't try to take down the economy to take down inflation because inflation hasn't gotten bad enough yet.

The big question is when and whether inflation will get too high, when central banks have to get tough and really have to raise interest rates to slow things down. Why does inflation in most business cycle expansions get too high? I think it's a natural result of the mixed free enterprise system and the energy in the system itself. Incentives to hold down prices and to keep inflation down don't really exist. When you are in business, it is for profits and sales and if there is pricing power, that's a plus. The business of business is not to cut prices. And, if workers get in short supply, they will ask to be paid more. Lenders want to lend, borrowers will want to borrow, and spenders want to spend. The energy of the system in the normal business cycle produces a tendency for inflation to rise. Somewhere in that process central banks step in, and the U.S. Central Bank has stepped in, with short-term interest rates up 3-1/4 percentage points since June 2004.

This time the U.S. interest rate pattern has been different. The U.S. started with abnormally low interest rates purposely to cushion housing and consumption, which it did. What we have seen so far is a renormalization of the federal funds rate to the 4-1/4% that closed out the year. This level of interest rates really is not punitive, maybe biting on the U.S. economy some, particularly in housing.

The reason is that U.S. inflation really hasn't gotten high enough for the Federal Reserve to be worried enough to slam on the brakes, to stop growth so that inflation gets reduced. The Federal Reserve is trying to cut the risk that inflation will get too high even before the reality of too high inflation sets in, which is a better way to run monetary policy than to wait until after inflation is in place and then to try catching up by raising interest rates a lot.

At that point, it's too late.

There is a reasonable chance of going through these hikes in interest rates with the U.S. economy falling into some kind of balance, the central bank then stopping, not having to take rates up to really take the U.S. economy down. There is a reasonable chance of the U.S. finessing the problem of those capacity constraints that I mentioned before, the rises in inflation that typically come about, then higher interest rates, credit restriction, and a downturn. That is probably the biggest question for 2006. Will we finesse the business cycle? In the 1990s, the U.S. did and the expansion lasted 10 years.

For currencies, there is really no predictable pattern. Currencies depend on all sorts of factors including, for example, geopolitics and domestic elections, i.e., non-economic factors, and so the normal business cycle patterns that I've described for the stock market and interest rates can't be applied to currencies. There is no predictable qualitative path or pattern for the dollar or Korean currency against the Yuan, e.g., that we can find in normal business cycles. But stock market cycles, interest rate cycles, and credit cycles are very clear and indeed for us structured in a very large-scale model of the U.S. economy of about 900 equations.

A Global Economy Trip

Now, let me take you through the global landscape as we see it, the strengths and weaknesses throughout the world as the 2006 U.S. and global economies appear to us at this time.

Our expectation is for a pickup in economic growth for the world economy, a picking up of steam, but with striking differences in the pace of growth and business activity depending on the country and region. For the U.S., we expect continuing expansion, but at a diminishing rate, 3% fourth

quarter-to-fourth quarter on GDP growth. This compares to an estimated 3.5% last year and 4%+ the year before.

That expectation is below the consensus of forecasters in the U.S.. The Business Week Survey had growth at 3.5%. The Wall Street Journal Survey had it at 3.3%. The comments of various members of the Federal Reserve, though they haven't made their forecasts yet, suggest a 3-1/4% to 3-1/2% range.

Why the slower growth? We think housing in the U.S. is softening and will be soft. The U.S. has had a tremendous real estate boom, so much so that the word "bubble" has been used numerous times for housing in terms of prices of residential real estate. I have to say that a lot of the anecdotal evidence on how rich Americans are getting on real estate reminds me of how it sounded in Japan in 1985 when I would go to Tokyo. I remember asking some of my Japanese friends, "aren't you worried that there might someday be a problem?" And the reply I heard the most was, "the government has never let us down". Well, the government did let the Japanese down-some five years later.

In the U.S., learning from the Japanese experience, the bursting of the stock market bubble was handled very differently.

Chairman Greenspan and his colleagues felt they couldn't stop the stock market bubble, because in disinflating a bubble the economy might have been taken down. This would run counter to objectives, so tactically the Federal Reserve chose to wait and see if stock prices did collapse, choosing to deal with it after.

The stock market did collapse and the Federal Reserve quickly took the federal funds rate to 1%, the lowest short-term interest rate level since the 1930s. It was a very 1930s-like situation on the business side of the economy. And, even the abnormally low rates didn't really revive the economy, but simply shored up housing and supported housing prices. Then, U.S.

financial institutions very cleverly invented many new lending instruments and borrowers flocked to these instruments to extract equity from previously untapped equity in residential real estate. Americans, rich and poor, have made heavy use of the new instruments to borrow on equity in real estate and, of course, as long as real estate prices moved up lenders preferred real estate as asset collateral and so concentrated lending around that asset. Borrowers love real estate as an asset, too, because of the ability to borrow and buy and buy and borrow. This is scary because the pattern resembles lots of other past bubbles in the U.S. and other countries and poses a big risk; one of the risks that in a surprising way could take down the U.S. economy. Right now we think housing will soften and are not using the words weak or bubble, but are watching the situation very closely because of bubble-like characteristics in the ways I described and thus the possibility of a bust.

Decision Economics, Inc. (DE) has gone a step further, looking at what has happened in the last five or six years in housing, real estate and real estate financing and have quantified, we think in a way that no one else has, how the real estate channel and housing boom worked in the economy. We have taken data on cash-out financing and mortgage debt, interest rate data, and looked at how that has affected consumption, residential construction, and business investment. And, we have found very significant effects for the whole channel and way housing and mortgage finance have evolved and how that has affected the economy.

I would summarize by saying that the U.S. economy has never been so levered on residential real estate as it is now. The quantitative effects, as we estimate them, if housing activity were to go down big time and home prices tumble, on consumption, business investment and residential construction will be much larger than in any previous episodes where we have had troubles in housing. Right now, the way we see it for this year is softness. That means home sales and housing starts diminishing 5%-15%, housing prices not going up anymore on the published indices for existing

and new homes, and significant declines in actual transactions prices. Asking prices won't be obtained and will actually decline, not always showing up in the measured data. And, as a balance sheet item, the value of residential real estate on household balance sheets will soften and not grow very much this year.

This is part of why we are looking at the economy and thinking that it will be weaker than the Consensus view, because the effects on consumption along with higher interest rates, high-energy costs, and higher inflation will constrain consumer spending. Growth in consumption spending will be below its historical trend of 3.4% per year over the last forty years.

We are projecting 3% growth for the U.S. economy in 2006 after adjusting for inflation.

What the consumer does is a very big deal for this year. The momentum of American consumer spending is critical, and you are familiar with this, the U.S. culture of spending, borrowing, and credit. The savings rate in the U.S. on one measure is negative now. That is unsustainable and so eventually consumer spending will slow down enough to bring about some sort of recession. Our judgment is that this year will not be the year and that we will just see somewhat below trend growth.

Weaker consumption spending has implications for what the U.S. buys all around the world and for exports to the U.S. of consumer-related items, ranging from cars to electronics. All the goods the U.S. buys from everywhere should be softer.

In the business sector, spending looks like it will be quite strong, that is capital spending and inventory building. Hiring is solid and it is the hiring and incomes generated and balance sheet strength of households that should keep spending by the consumer at 3% or a little more.

At 3% growth we would expect the unemployment rate in the U.S. to come down some; it is currently 4.9%. We are expecting 4-1/2% by summer and that would represent essentially full employment in the labor market. On 3% economic growth, capacity utilization rates will move higher, the economy will press its capacity limitations and as a result inflation will irregularly but, on average, creep up and the Federal Reserve will keep on raising interest rates. But, inflation should not get so out-of-hand that the central bank has to clamp down and really put the brakes on the economy.

This scenario has to be watched very carefully to see how inflation plays out around-the-world. Because of globalization and competition and the low-cost production of so many goods that are bought all over the world, the inflation result could be different this time. A lot of goods come out of Asia and a lot comes out of China. For services, there is global competition from India in programming and software and intellectual capital. Global technology allows companies anywhere to buy from anywhere in the world and to ship anywhere. Technology itself, through the Internet, is a force to keep inflation down. If all of this were not going on, I would be talking about much higher inflation in the U.S. and probably talking about the Federal Reserve raising interest rates a lot more than in the current scenario.

In non-U.S. areas, we must start with Asia because that is where the most dynamic growth is going on. There is dynamic and robust growth in China and in India strong growth is likely to continue. We expect China to have another year of near 9% growth. All along we have not thought that the Chinese economy would slow down much. We continue to think that for 2006. This is a dynamic, burgeoning economy bursting at the seams and somehow inflation is low and so there is not a problem for the central bank. China is the number one trading partner now of Japan and of South Korea and I am almost tempted to say that as China goes so will go the Japanese and South Korean economies-at least on exports. I don’t think we are quite there yet but the point I would make is that the U.S. economic prospect is no longer as important for Asia as is the Chinese economic prospect. The

sands are shifting on which countries count most for Asia and so even if the U.S. economy slows down, Asia can still do better. Of course, if the U.S. were really strong and booming, Asia would do better. But, Asia's tail is not wagged by the U.S. dog anymore.

In this part of the world, Japan's pickup is solid and striking. Japan is in a real upturn and will add to the growth of Asia in general. We are projecting Japan to grow at 3%-to-4% this calendar year and next. That is above trend growth for Japan and probably higher than most other private forecasters think. What we observe in Japan is, of course, strong exports, part of the strong trade of Asia. Business capital spending has been solid. But, now the consumer is finally beginning to let loose after years of holding back. Bonus payments were very strong this year and corporate profits are strong. It looks like the real thing in Japan; sustained and sustainable growth. Deflation, on one measure, will go away soon and we expect to see the Japanese central bank end quantitative easing. Emerging Asia, which includes China, India, Indonesia, Malaysia, the Philippines and Thailand, should grow about 8% in 2006. That's not far from what the growth rate was in 2005. In 2007, the expectation is still a strong 7%.

These figures indicate why Asia can be singled out as the strongest growth area anywhere in the global economy. The developed Asian economies of South Korea, Taiwan, Singapore, and Thailand collectively should show about 5% growth and South Korea will approach 6%. As we monitor the Korean economy, we detect some pickup over the last half-year.

Second on the growth ladder is Latin America-near 5% growth this year. Again, another group of less developed countries is second highest on the parade of growth in the global economy, where developing countries are contributing more. In Latin America, the improvement is thanks to firm commodity prices, higher oil prices, improved trade flows, and some internal adjustments. This region is not as solid as Asia, but pretty good growth on the order of 5% can be expected.

Even the Eurozone will pick up a little in economic activity; after 1-1/2% growth in 2005, 2% in 2006. Consumers are starting to spend more and we expect that the trade flows that relate to Germany, a lever for the region, will do better. For the Eurozone and Europe as a whole, 2006 will be a better year, but in terms of other countries and regions lagging in growth.

The Canadian economy looks very strong, benefiting from strength in the U.S., rising commodity prices helping exports and from the Asian boom, to grow about 3-1/2%.

The Israeli economy is picking up, with the country very much a technology exporter. Despite geopolitical problems and tensions, the Israeli economy is doing better.

For the global economy as covered by our organization, some 45 countries, the forecast is 3-1/2% growth this year. Last year, growth was just a little over 3%. A pickup in steam is in prospect for the global economy, but not for the U.S., with a major risk to the global economy from the U.S., part of a long list of risks, which we think are manageable in 2006.

Financial Markets and Monetary Policy

Let me turn to the financial markets and monetary policy in the U.S. and Japan, where striking changes are in process, in turn very important to stock markets and currencies.

In the U.S., we think that the Federal Reserve has moved to a different stage. Stage I was taking a 1% federal funds rate and getting it back to normal for an economy that was up-and-running. The Federal Reserve knew that they had taken the funds rate to an artificially low level, and their experiment of shoring up the economy through housing and consumption worked. Housing not only was prevented from becoming part of the

downturn in the U.S. economy, but it became a leader in growing the U.S. economy, along with consumption. The U.S. economy boomed after the Bush Administration tax cuts came into place. In fact, from the exceptionally easy monetary policy it may be that a good thing was overdone, with an unintended consequence excesses in housing and residential real estate.

I don't think anyone could've predicted the responses of the financial institutions and the subsequent awareness of American homeowners that they could extract previously untapped equity out of their homes, out of that asset, and then have that money to spend.

In the U.S., if you give consumers any way to get money to spend, they will get it and spend it. For Americans, it's just the way we are.

The U.S. has the highest consumption standard-of-living in the world, and in a way that's how I think Americans measure their standard-of-living, not as putting money away for the future.

What the December 13 Statement on the FOMC Meeting basically said was that the Federal Reserve recognizes they've done most of the work in restoring the federal funds rate to normal. But, in setting short-term interest rates in relation to the goals of price stability and maximizing sustainable economic growth, the game now is to find the federal funds rate that balances the risks around price stability. Of the Fed's goals, the economy is fine but price stability must be kept in-line.

Religion for all central banks is price stability first. Central banks have done a great job over the past 10 to 15 years of keeping inflation rates low, and indeed the world economy has benefited. In the U.S., normalization of the key federal funds rate was straight up, starting at 1%, headed toward a range within which the funds rate, the economy and inflation would be balanced. But now, the central bank is in the region of the "right" federal

funds rate and now needs to “grope” for the “right” level and to watch and see if the risks around price stability, or inflation, get balanced. And, when the Federal Reserve sees that they will declare the funds rate level at that point to be the “right” funds rate. At the moment, there is more upside risk than downside risk to inflation. The Federal Reserve will essentially have to grope now in a range to simultaneously get the funds rate balanced with inflation and the economy. To get that balance is a juggling act, but I think that’s one way to look at the Federal Reserve and where they are going.

What the Federal Reserve said in the December 13 Statement and in comments after the December FOMC Meeting is that they do not have a lot more to go in finding a resting point for the federal funds rate. And, they do have to do some further policy firming. We interpret some further measure policy firming to be a minimum of a cumulative 50 basis points higher on the federal funds rate, 1/4 point each time, up to a maximum of 1 or 1-1/4 points. That’s not a lot more. What results is a range of possibilities for the federal funds rate and not a precise number. A minimum of 50 basis points cumulatively would take the federal funds rate to 4-3/4% and a maximum of 1-1/4 percentage points would take the funds rate to 5-1/2%.

What is not easy to figure out is the pace of further increases. An automatic quarter percentage point per meeting rise no longer can be expected. What the Federal Reserve will do on January 31 is fairly easy; the Fed will raise the federal funds rate a quarter percentage point. Some further firming means at least two more hikes. That’s a judgment based on the Fed sensitivity to inflation and what they are saying about how they are reading inflation. March 28 will be the first meeting for the new Chairman and we are not so sure a hike will occur. But our probabilistic assessment is seven chances-in-ten. A pause is expected in May but a little better than 50/50 odds is assessed on a 5% rate by the end-of-June. In the second half of the year, one more hike to 5-1/4% is expected and then the Federal Reserve should stop. Long-term interest rates, the 10-year U.S. Treasury yield, given where we are on inflation and the economy, should go up but a lot less than

short-term rates. The yield curve, which is now flat, eventually will fully invert. First, from 2-years to 10-years where it is now essentially flat, then through the curve later on. An inverted yield curve does not necessarily imply a coming recession. Its position this time is a result of the way the Federal Reserve is running monetary policy and the way inflation is behaving in this particular episode. Our economic forecast path says the inversion is a sign of slowing growth but not recession.

The “sea change” in U.S. monetary policy is the Federal Reserve going to a slower pattern of interest rate rises as they get to the right level. The experiment is to balance economic growth against inflation. This has never been done successfully in the history of U.S. monetary policy. And, lots of things are going on. Oil prices are moving around; the economy is moving around, so is the world economy. The odds of the Fed getting it exactly right are probably pretty low. We will just have to see what happens.

The path for interest rates expected by Decision Economics, Inc. is higher than the Consensus view and the futures markets and is tied to the global inflation pattern. A classic cyclical inflationary process appears in evidence which, on average, will produce irregularly rising inflation for the U.S. and global economies. Eventually, central banks will have to step in and stop and slow inflation. What we see on commodity prices is classic demand-pull in origin. Commodity prices around the world are firm and well bid, which is very good for commodity-exporting countries. Gold prices should continue to rise. Gold is also being bought as a hedge against the dollar. The dollar prospect, when one looks out two or three years, is not attractive. Gold is one item in an asset class, precious metals, which has a part in asset allocation. If you inflation-adjust gold prices, and do the same for crude oil, to the last peak which was 1981, the price of gold in today’s dollars would be $1700 an ounce. At $559 this morning U.S. time, gold looks cheap. The forecast for gold coming into this year was $600 by the middle of the year and that is still the projection. Going to $600 from $500 is only 20 percent, not a very large move in a commodity price. Frankly, going from $560 to

$1000, though $1000 sounds awfully high, if the inflation-adjusted figure is $1700, is not much. We are not making that forecast yet, however, only $600 by June.

If you inflation-adjust crude oil to its previous peak, $90 to $100 would be the figure. What tends to happen to prices in most economic expansions is the surpassing of previous peaks. On crude oil, our working assumption is $65 plus or minus $5. We can only make an assumption but the notion is for higher crude oil prices, not lower. If wrong, probably that assumption will go to $70 plus or minus $5. The global demand for oil and energy in a solid expansion can be quite large. It's not just China and India, but really the whole world economy.

And, the supply of oil, though activity around increasing supply is beginning to pick up, still will lag demand for a long time. There is a three-to-five year lag time and so ex-geopolitical issues, e.g., the Iran situation, which has pumped up the price of oil by probably $5 a barrel in the last week, oil and energy prices likely will move higher. That has negative implications for oil-consuming countries and positive implications for oil-supplying countries.

On Japanese monetary policy, we are quite sure that quantitative easing will end very soon. Our expectation is that last item of deflation holding back the Bank of Japan will very soon, perhaps in the next month or two, turn positive enough so they will in advance tell us that they are going to end quantitative easing. Two stages are contemplated, first withdrawal of the excess reserves from the financial system, those huge reserves that have been put in. Then, second the BOJ will start to raise interest rates but only a tiny bit at a time. The key-lending rate of Japan could be close to 1/2% by the end of this year against the zero that now exists. We are not expecting 10-year JGB yields to go way up though. Remember, Japan is starting from an abnormally low interest rate position just like the U.S. did. There is still a lot of excess capacity in Japan to absorb and inflation at 1/2% or 7/10% year-over-year will still be

very low. So then can be interest rates. Of course, we are very positive on the equity markets of the Asian countries, including the NIKKEI and South Korean stock market. The Japanese central bank has in this regard already stated publicly that they will be transparent and try to follow the U.S. example. This means that they will telegraph in advance what they're planning to do.

Let me close with some perspectives on the dollar. The view we have is negative to neutral, near-term. One of the fundamentals, which so supported the dollar last year, was interest rate differentials. The U.S. central bank was raising short-term interest rates straight up. There was no thought nor expectation that the Bank of Japan and European Central Bank (ECB) would be raising rates. Relative growth rates also favored the U.S. The U.S. was growing very strongly, Japan's growth was still in doubt, and, of course, Eurozone growth was also in doubt then. And those two fundamentals, particularly the interest rate differential fundamental where U.S. interest rates were so much higher, are where the dollar got its support.

Once the Federal Reserve made the sea change in policy that I've described, the pattern suggested on the funds rate is that rises do not have a lot more to go, and that the path may be flatter over time. The Bank of Japan will start raising rates this year. The ECB has already raised rates, and as we watch them we think they'll raise rates again in March and maybe one or two times more this year. Inflation, including energy, in the view of the European Central Bank, is an issue. The Federal Reserve will try to keep inflation at 2% or less which means that they will probably raise interest rates and may sacrifice some growth to keep inflation down. So, the interest rates differential dynamics that supported the dollar aren't really there now to the extent before. We think U.S. economic growth will slow down, Japanese growth pick up, and the Eurozone pick up some.

When the U.S. current account and budget deficits also are accounted for, it's very hard to objectively think positively about the dollar, especially so

long as the U.S. has not found a way to fix those problems. I am sorry to say that I see no signs that the U.S. is coming to grips with the deficits. It isn't really federal government spending or the tax cuts that are busting the budget in the outyears. It is the aging population having to be supported by Medicaid and Medicare, which are uncontrollable or mandatory. Scholars who look at this see nothing but extraordinarily high deficits with this as the major source.

The second source of the large federal budget deficits is runaway federal government spending. We have a Republican President who has never vetoed a spending bill. The tax cuts are third on the list.

With tax cuts, you get something back, because they stimulate growth. You get some tax receipts back-they don't really pay for themselves but they do pay for some of themselves. But, how will the U.S. pay for the aging population, more beneficiaries, very expensive healthcare, and healthcare inflation that rises at nearly triple the rate of average inflation. This is not just a U.S. problem, but exists in other parts of the world as well. At this point, I cannot say to you that in the political or societal process in the U.S. we are beginning to tackle this problem. As a result, our view of the outyear budget deficits in the U.S. is very bleak. The current account deficits still look to keep rising. So the vulnerability of the dollar now that the interest rate differential positive fundamental has shifted becomes significant. Risks to the dollar from deficits, debt and rising debt service are on the radar screen and thus also for the stock market and long-term U.S. interest rates. This whole imbalance situation, along with a cofactor of possibly less support from near-term fundamentals, makes us sensitive to this risk as one of the things that could go wrong with the future prospect, especially if inflation gets too high, the Federal Reserve has to tighten more than I have described, and housing and consumption weaken from the Federal Reserve raising interest rates more than I have described.

Despite these risks, which must be watched and monitored, the prospect

for the U.S. economy is very good. However, from my comments, I think you can see why we are allocated in equities more to non-U.S. than U.S.. And, from the way I have described the landscape of the world, though you may not share our more optimistic view on Korea, you should be able to see why we are so bullish on Asia, both in terms of economic activity and stocks. From the point of view of the sweep of history, looking out over 10, 15, 20 years, I think were in the middle of a seismic shift in relative strength for the regions of the world, the likes of which we have not seen for a long time.

Questions & Answers

[Q] Especially after the financial crisis in Asia, the level of investment in this region has come down and remained lower. We are wondering why this is the case. Is this because of the short terminism of the American management, which has come into the Korean stock market, or is it because investment levels were too high before the crisis?

[A] I think of the alternatives that you presented, investments were too high before the crisis, and there were flags. But investments are shifting as we speak and more will be coming back towards Asia. A year from now you'll see quite a different picture. It's just a lag effect of how these things flow. You know stock market monies into Japan, for example, have been mainly non-Japanese, and they have lagged in other parts of Asia. But, I don't think that will be the case this year.

There is a tendency to get upside surprises in situations like what now surrounds the Asian economies and part of it is the tight trade flows and all the businesses around trade and transactions that operates. This tends to give a lift to the cyclical upturns in Asia because of the tight ties in trade. The data recently on many countries have been producing upside surprises. It will be interesting to see if the pattern repeats itself, more upside surprises

than downside surprises. We have seen this many times before. For example, the Japanese economy maybe would be stronger rather than weaker, and China's economy, which we monitor very closely, was supposed to slow down last year but didn't. The Indian economy is growing faster. The Consensus view on South Korean is 5% growth. If that is wrong, that is 5% is wrong, its probably going to be 5-1/2% to 5-3/4% to as opposed to 4-1/2% to 4-3/4%. What systematically goes on in so many situations like this and particularly in the case of Asia is that economies turn out to do better than you think.

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원

- 법인회원에 대한 서비스
  연구원 주최 행사에 우선 초청
  연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
  연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
  법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최

- 개인회원에 대한 서비스
  연구원 주최 행사에 초청
  행사 참가비 할인
  연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공

- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능

- 회원 가입 문의
  551-3334～7(전화) 551-3339(팩스)
  E-mail : igenet@igenet.com
  http://www.igenet.com

세계경제연구원
Institute for Global Economics
서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
http://www.igenet.com